

公司研究/首次覆盖

2020年09月15日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 336.90
目标价格(元): 390.50

谢春生 SAC No. S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 SAC No. S0570515060003
研究员 SFC No. BQB164
010-56793965
guoyali@htsc.com

金兴 SAC No. S0570118110013
联系人 010-56793957
jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

国产 PDF 龙头打开新空间

福昕软件(688095)

产品线完整, 国际化不断推进

福昕是国内 PDF 龙头, 拥有 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务产品四大产品线, 通过整合旗下产品, 形成了云办公解决方案、企业级 PDF 解决方案等。从短期看, 虽然公司面临与 Adobe 的市场竞争, 但我们认为公司 PDF 产品性价比有望为福昕带来局部竞争优势; 中期关注产品线延伸, 数字签名与 PDF 表单促成成长; 长期来看, 从 ToC 到 ToB, TAM (可触达空间) 进一步抬升。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.75、3.95、5.33 元, 给予增持评级。

PDF 功能不断丰富, 市场规模或进一步扩大

PDF 文件格式自 1990 年代诞生至今, 功能不断丰富, 发展出编辑、表单、签名、加密等功能。目前, PDF 标准已成为国际公认的文档格式标准, 在电子公文、工程制图、出版印刷、档案管理等领域有广泛应用。2010 年至今 PDF 格式进一步发展, 市场规模进一步扩大, 据 Adobe 发布的预测, 2021 年 PDF 市场 TAM 将达到 75 亿美元。

四大因素推动福昕抢占 Adobe 市场份额

从产品线对比看, 福昕构建了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及自动化解决方案等服务在内的产品体系, 在性价比上具有一定的优势。此外, Adobe 激进推广订阅模式、福昕产品不断优化形成差异化优势、福昕全球渠道建设不断推进、Adobe 战略向 ToB 的转移四大因素或推动福昕在 ToC 端 PDF 市场抢占 Adobe 的全球市场份额。我们认为, 中美关系恶化或对公司美国业务造成一定影响, 但目前来看 ToC 端潜在的影响有限。

数字签名、PDF 表单逐步落地, 产品线延伸创造增长动力

数字签名方面, 电子商务的增长、教育和研究机构的需求、军事与国防方面的需求或推动数字签名市场增长, 福昕 PDF 数字签名产品提供完整的 API, 能够有效的提升文档管理的效率。PDF 表单方面, 医疗、金融等行业需求或推动 PDF 表单行业发展, 福昕 PDF 支持将表单数据导入到数据库中, 在产品的安全性、效率上具有一定的优势。福昕数字签名、PDF 表单等新产品逐步落地, 或为公司创造增长动力。

从 ToC 向 ToB 业务拓展, TAM 不断抬升

长期来看, 从 ToC 向 ToB 领域拓展将进一步抬升 TAM。福昕以 PDF 方案能力为核心, 积极拓展行业客户。从福昕现有的尝试看, 福昕在政务市场和教育市场已经展开了一定的布局。政务市场重视安全性, 福昕有望通过互联 PDF 切入。未来随着在 ToB 领域的布局进一步深入, TAM 有望进一步提升。我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.32/1.90/2.57 亿元。采取 PEG 估值, 参考可比公司 20 年 Wind 一致预期 PEG 均值为 2.78 倍, 给予公司 20 年 2.78 倍 PEG, 对应目标价 390.5 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: PDF 发展不及预期, 市场竞争风险, 中美关系进一步恶化。

公司基本资料

总股本 (百万股)	48.14
流通 A 股 (百万股)	10.90
52 周内股价区间 (元)	309.27-359.80
总市值 (百万元)	16,218
总资产 (百万元)	528.98
每股净资产 (元)	8.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	280.89	368.95	517.64	718.74	977.43
+/-%	27.30	31.35	40.30	38.85	35.99
归属母公司净利润 (百万元)	38.49	74.14	132.27	190.10	256.76
+/-%	49.89	92.62	78.41	43.73	35.06
EPS (元, 最新摊薄)	0.80	1.54	2.75	3.95	5.33
PE (倍)	421.39	218.77	122.62	85.31	63.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.nblax520.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

扫码加微信lax988988领取资料



全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注 学习)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

- 1、东方性经
 - 2、印度 17 式
 - 3、口交技巧 3 部
 - 4、港台性姿势 3 部
 - 5、365 性姿势 6 部
 - 6、泰国性爱密经 17 式
 - 7、花花公子性技巧 6 部
 - 8、阁楼艳星性技巧 7 部
 - 9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
 - 10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
 - 11、古代宫廷性保健系列 14 部
 - 12、汉唐宋元明清春宫图真人
 - 13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
 - 14、李熙墨 3999 全套课
 - 15、妖精性爱课 2888
 - 16、李银河全套性课
 - 17、领统统性课
 - 18、德勇男性篇
 - 19、德勇男性篇
 - 20、缓慢性爱
 - 21、亚当多体位搭配篇
 - 22、亚当多体位结合篇
 - 23、德勇克服早泄讲座练习
 - 24、德勇以女性为中心得爱抚
 - 25、加藤鹰接吻爱抚舌技
 - 26、加藤鹰指技
 - 27、加藤鹰四十八手入门
 - 28、佐藤潮吹教学
 - 29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
 - 30、佐藤男人早泄对抗训练
 - 31、阿拉伯延时训练
 32. 田渊正浩秘籍
 33. 异性性快感集中训练教学
 34. 自我愉悦锻炼密宗
 35. 铁牛全套延时训练课
 36. Pc 机锻炼真人视频教学
 37. 印度性经全集 8 部
 38. 21 世纪性爱指南
 39. 香蕉大叔男女训练馆全套
 40. 中美真人性治疗教学+理论
 41. 女性闺房秘术
 42. 幸福玛利亚性课
 43. 陈见如何释放性魅力征服
 44. 性爱技巧讲座全套
 45. 性爱秘籍全套
 46. 性爱误区讲座
 47. 性病讲解大全
 48. 性博士讲座合集
 49. 性健康和性高潮合集
 50. 性教育讲座合集
 51. 性能力课堂合集
 52. 性生活问题解析合集
 53. 意外怀孕和避孕处理课堂
 54. 性感地带探索
 55. 性技巧讲座
 56. 性健康与性卫生讲座
 57. 性生活专家答疑
 58. 性心理与性道德合集
 59. 性爱宝典合集
 60. 性爱技巧合集
 61. 完美性爱演示
 62. 完美性爱技术讲解
- 更多精品等你来解锁哦.....

正文目录

投资要点：国产 PDF 龙头打开新空间	3
核心观点	3
区别于市场的观点	3
盈利预测与投资建议	3
福昕软件：国产 PDF 龙头	4
产品线完整，全球化不断推进	4
公司产品线完整，PDF 编辑器与阅读器为最主要收入来源	4
福昕国际化不断推进	6
通过并购增强 PDF 能力，拓展客户群体	7
PDF 功能不断丰富，TAM 不断抬升	9
PDF 功能不断丰富，TAM 不断抬升	9
Adobe 处于龙头地位，竞争对手多样化	10
短期关注与 Adobe 的竞争	11
福昕软件差异化具有特色，编辑器产品具有性价比优势	11
替代 Adobe 的四大可能性	11
中期关注产品线延伸	14
数字签名	14
数字签名行业成长空间大，电商、教育等行业需求推动电子签名行业成长	14
福昕数字签名产品提供完整 API，提升文档管理效率	14
PDF 表单	15
长期：从 ToC 到 ToB，TAM（可触达空间）进一步抬升	17
积极拓展行业客户，TAM 或不断抬升	17
政务市场依托安全性优势，有望通过互联 PDF 切入	17
教育市场依托八大核心能力，获知名院校选择	17
盈利预测	19
收入成本预测	19
毛利率预测	19
费用率假设	20
目标价 390.5 元，首次覆盖给予“增持”评级	20
风险提示	21
PE/PB - Bands	21

投资要点：国产 PDF 龙头打开新空间

核心观点

福昕是国内 PDF 龙头，拥有 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务产品四大产品线，通过整合旗下产品，形成了云办公解决方案、企业级 PDF 解决方案等。从短期看，虽然公司面临与 Adobe 的市场竞争，但我们认为公司 PDF 产品性价比有望为福昕带来局部竞争优势；中期关注产品线延伸，数字签名与 PDF 表单促成长；长期来看，从 To C 到 To B，TAM（可触达空间）进一步抬升。

区别于市场的观点

市场对公司的认知多为一款便宜（免费）的 PDF 软件，产品较 Adobe 具有明显差距，但我们认为，福昕软件在产品差异化方面独具特色。福昕构建了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及自动化解决方案等服务在内的产品体系，实现了从免费到定制化产品，再到标准化产品的转型。未来，Adobe 激进推广订阅模式、福昕产品不断优化形成差异化优势、福昕全球渠道建设不断推进、Adobe 战略向 To B 的转移四大因素或推动福昕在 To C 端 PDF 市场抢占 Adobe 的全球市场份额。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.32/1.90/2.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.75/3.95/5.33 元。采取 PEG 估值，我们选取与公司业务相类似的金山办公、广联达与万兴科技作为可比公司，参考可比公司估值，20 年 Wind 一致预期 PEG 均值为 2.78 倍，给予公司 20 年 2.78 倍 PEG，对应目标价 390.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

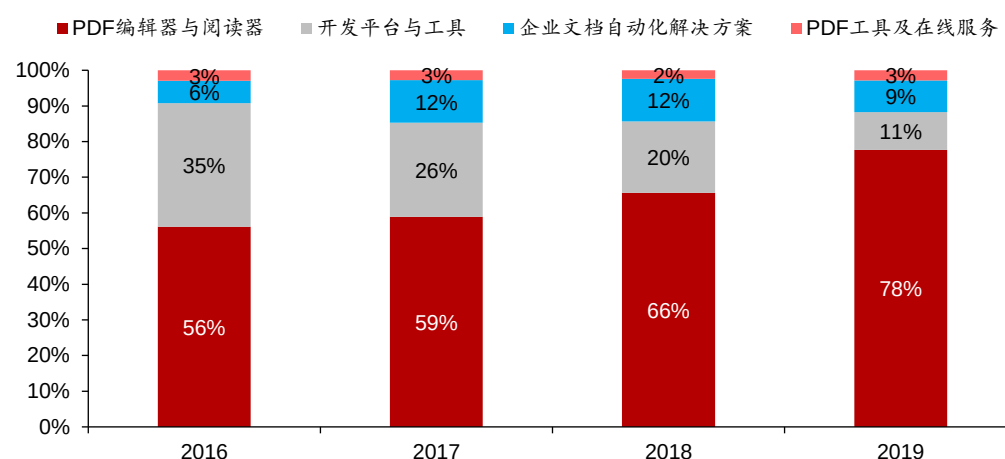
福昕软件：国产 PDF 龙头

产品线完整，全球化不断推进

公司产品线完整，PDF 编辑器与阅读器为最主要收入来源

公司拥有四大产品线，PDF 编辑器与阅读器为最主要收入来源。2016-2019 年 PDF 编辑器与阅读器收入占比由 56% 提升至 78%，成为收入最主要的组成部分。企业文档自动化解决方案、PDF 工具及在线服务收入占比比较为稳定。

图表1：公司营收结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

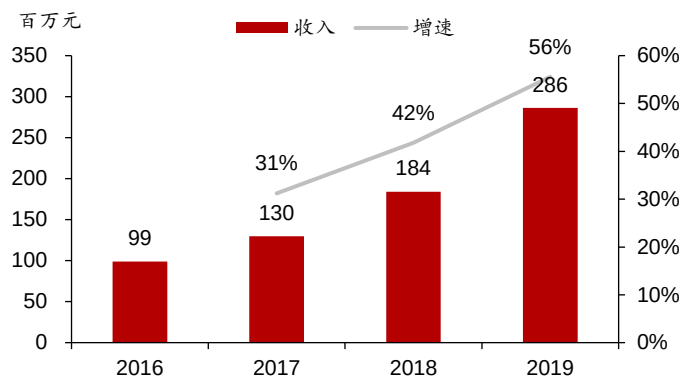
图表2：福昕产品线



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

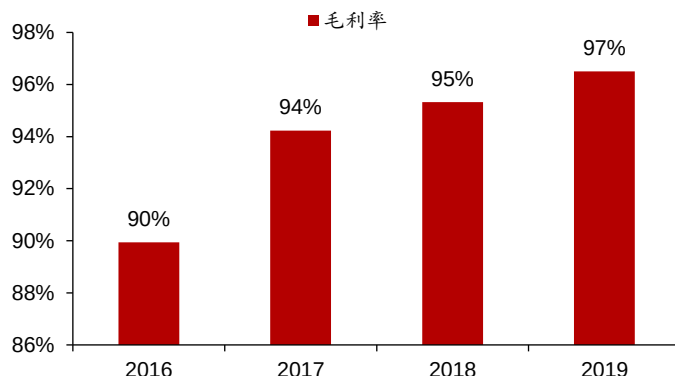
PDF 编辑器与阅读器为最主要收入来源，盈利能力逐步提升。福昕软件最主要的收入来源，产品包括 PDF 编辑器和 PDF 阅读器。收入由 2016 年的 0.99 亿元增长至 2019 年的 2.86 亿元，CAGR 为 43%，其中大部分源于新增机构客户的快速增长。公司 PDF 编辑器与阅读器盈利能力不断提升，由于产品标准化程度较高，可复制性强，因此销售收入增长时，毛利率有所上升，毛利率从 2016 年的 90% 上升至 2019 年的 97%。主要客户包括个人终端用户、大中小型企业及机构用户（如政府、能源、银行、保险、法律等）。

图表3: PDF 编辑器与阅读器收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PDF 编辑器与阅读器毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

整合产品形成全套 TOB、TOC 解决方案，安全相关解决方案为亮点。福昕通过整合旗下产品，形成了云办公解决方案、企业级 PDF 解决方案、互联 PDF 解决方案、电子文档安全分发、PDF 文档安全应用、PDF 文档电子签章、网络印发等解决方案。除此之外，福昕在 PDF 文档安全方面，基于自主知识产权的 PDF 引擎技术，推出了电子文档安全分发、PDF 文档安全应用、PDF 文档电子签章解决方案。

图表5: 公司 TOB、TOC 解决方案

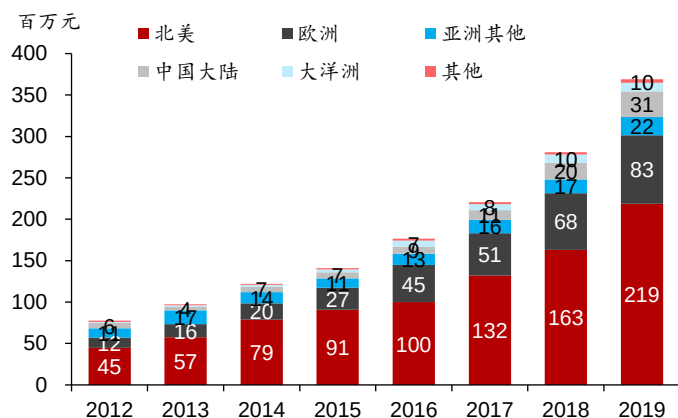
云办公	企业级PDF解决方案	互联PDF
 福昕云会议 文档远程会议	 Rendition Server 文档集中转换	 互联PDF安全 文档集中转换
 福昕云收集 收集文件的产品	 PDF Compressor 压缩器	 互联PDF文档智能管理 文档集中转换
 福昕高级PDF编辑器 高效文档编辑工具	 Maestro 光学字符识别服务器	 互联PDF文档协作 文档集中转换
 福昕云文档 文档管理平台	 PDF Toolkit 自动执行批量PDF工作流程	 互联PDF安装包类型的撒
 福昕云模板 PDF模板	 Ultraforms PDF表单 采集数字信息	 支持互联PDF的应用的撒
 福昕云翻译 文档、文字等智能AI翻译平台	 PDF Ifilter 极速文件索引	
 PDF365 提供多款PDF文档，处理的轻便小工具		

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

福昕国际化不断推进

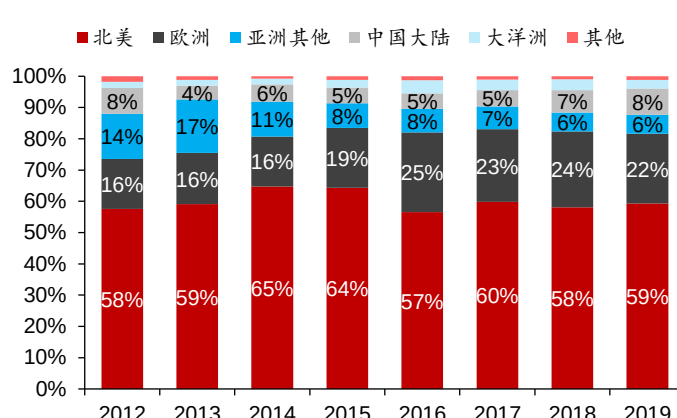
坚持国际化发展战略，海外收入高占比凸显全球化特征。公司海外收入占比稳定在 90% 以上，以欧美区域为主，中国大陆的收入占比近几年也呈现出缓慢增长的趋势。

图表6：公司收入（分地区）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：公司收入占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司拥有大量海外头部客户，与海外客户合作经验丰富。公司海外客户包括互联网巨头、电子设备制造商、IT 解决方案提供商等，客户体量涵盖从年收入几十亿美元到千亿美元的客户。公司客户包括戴尔 (DELL US, 无评级)、加拿大共享服务局 (未上市)、亚马逊 (AMZN US, 无评级)、谷歌 (GOOGL US, 无评级)、微软 (MSFT US, 无评级)、英特尔 (INTC US, 无评级)、康菲石油 (COP US, 无评级)、纳斯达克 (NDAQ US, 无评级) 等海外大型企业。公司拥有丰富的与海外巨头合作的历史，其 PDF 技术得到过微软、谷歌、亚马逊等巨头的认可，拥有丰富的海外客户合作经验。

图表8：公司海外客户



备注：提及公司：戴尔 (DELL US, 无评级)、亚马逊 (AMZN US, 无评级)、谷歌 (GOOGL US, 无评级)、微软 (MSFT US, 无评级)、英特尔 (INTC US, 无评级)、康菲石油 (COP US, 无评级)、Insight (NSIT US, 无评级)、Atalasoft (未上市)、SYNNEX (SNX US, 无评级)、Amdocs (DOX US, 无评级)、SHI international (未上市)、Omnitracs (未上市)

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

阅读器产品凭借技术优势赢得海外客户，软件开发产品为亮点。公司拥有独立的自研 PDF 引擎，并且提供了多种 PDF 相关的产品，凭借技术优势打入多家互联网巨头的主要产品中，如亚马逊 Kindle 产品、谷歌 Chrome 浏览器、谷歌 Android 移动平台、微软 SharePoint 平台。此外，公司的软件开发产品在海外客户的解决方案中得到应用。公司的软件开发产品主要包括各类以 SDK 形式提供的开发软件包，以及 Foxit PDF IFilter 等能够与公司系统集成的 PDF 工具，目前公司的软件开发产品已在海外客户的产品中得到了应用。

图表9： 公司软件开发产品海外客户应用史

	Foxit PDF SDK	应用于 Kindle 产品中，包括 Kindle 设备以及各类平台的 Kindle 程序，实现了快速高效的 PDF 阅读功能
	Foxit PDF IFilter	应用于 RMS 服务器，实现了快速提取 PDF 文档内容以供检索；在各个移动平台上开发基于微软 RMS 文档权限管理的 PDF 文档安全应用；已整合微软云计算平台 Azure 活动目录管理服务(AAD RM), 允许用户在部署 AAD RM 的移动设备下浏览、修改受保护的 PDF 文档。现在, 终端用户已经可以通过桌面版的福昕产品使用 RMS 功能。
	Foxit PDF SDK	利用 Foxit PDF SDK 的 PDF 注释和数字签名功能实现在 Android / iOS / Windows 平台上创建生物特征签名，使其用户在平板电脑或移动设备上即可查看和签署合同，而无需打印文件

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

通过并购增强 PDF 能力，拓展客户群体

通过并购不断增强 PDF 领域的技术、产品能力。并购是福昕增强 PDF 技术、产品能力的重要手段，自 2014 年以来，福昕通过并购海外 PDF 公司，在 PDF 压缩、数据采集等领域的综合实力不断增强。其中重要的收购包括：

1. **收购 Dataintro 获得纸质数据捕获解决方案组合。**通过收购 Dataintro，公司获得了纸质数据捕获解决方案组合，包括手动键控，OCR（光学字符识别），条形码。通过收购 LuraTech，公司进一步强化了 PDF 压缩技术。
2. **收购 Debenu 提升开发能力。**公司通过收购 Debenu，增强了 PDF 相关的开发能力，Debenu 的主打产品 Quick PDF Library 提供了用代码创建、渲染、打印、保护、合并、拆分和操作 PDF 文件的功能，有助于 PDF 产品快速开发。
3. **收购 Cvision 提升 PDF 压缩能力。**公司收购 Cvision，提升了 PDF 压缩解决方案的能力。Cvision 核心产品 PDF Compressor 能够将文档、图像等内容转换为可文本搜索，压缩，完全优化的 PDF 和 PDF / A 文件。

图表10： 公司 PDF 领域并购史



备注：提及公司：Dataintro（未上市）、LuraTech（未上市）、Debenu（未上市）、SumiLux US（未上市）、Cvision（未上市）

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

通过收购不断扩大客户群体。公司通过收购扩大了客户群体，进一步扩展了国外企业客户。如通过收购 Cvision，获得了金融、汽车、健康等领域的新客户。

图表11： 公司客户群体



备注：提及公司：Barclays（BARC LN，无评级）、RBS（NWG LN，无评级）、H&R BLOCK（HRB US，无评级）、EdwardJones（JRSXX US，无评级）、GMAC（未上市）、United Health（UNH US，无评级）、McKesson（MCK US，无评级）、EMC（EMC US，无评级）、CA（未上市）、NISSAN（7201 JP，无评级）、XEROX（XRX US，无评级）、conEdison（ED US，无评级）、BLACK & VEATCH（未上市）

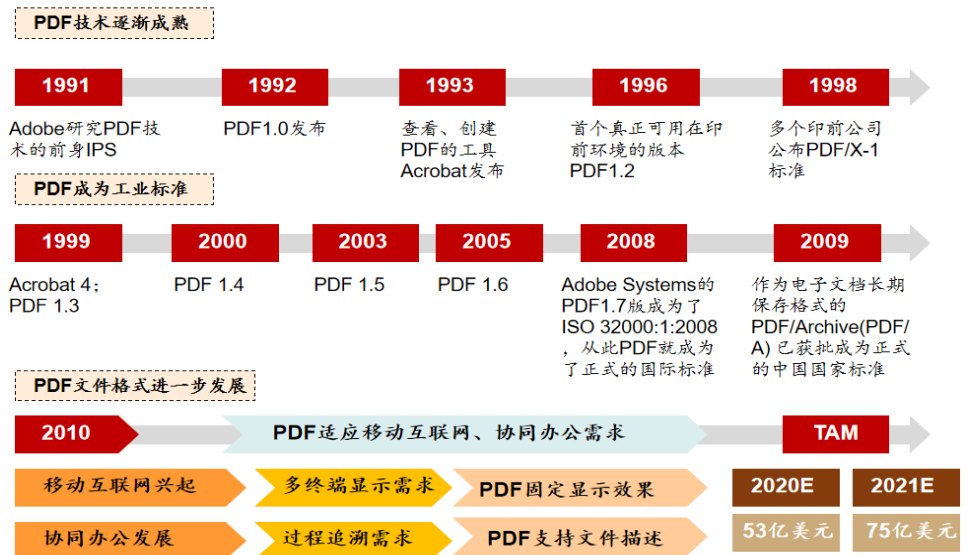
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

PDF 功能不断丰富，TAM 不断抬升

PDF 功能不断丰富，TAM 不断抬升

PDF 进一步发展，TAM 不断抬升。PDF 源起施乐 Interpress 项目，PostScript 满足精确描述页面需求。PDF 的基础是 PostScript 语言，并在 PostScript 语言基础上进一步升级。自 1992 年 PDF1.0 发展至今，PDF 经历了三大重要的发展节点，分别是 90 年代 PDF 技术逐渐成熟，而 1999-2009 年 PDF 成为工业标准，2010 年至今 PDF 格式迎来了进一步发展。据 Adobe 发布的预测，2021 年 PDF 市场 TAM 将达到 75 亿美元。

图表12： PDF 发展史



资料来源：公司招股书、华泰证券研究所

功能逐渐丰富，从文档阅读到创编工具。PDF 文件格式自 1990 年代开始早期开发工作，以文档阅读、嵌入字体和跨平台操作为主要功能，20 多年间逐渐发展出编辑、表单、签名、加密等多元功能。目前，PDF 标准已成为国际公认的文档格式标准，在电子公文、工程制图、出版印刷、档案管理等领域有广泛应用。

图表13： PDF 功能



资料来源：公司招股书、华泰证券研究所

Adobe 处于龙头地位，竞争对手多样化

竞争对手多样化。福昕所在的 PDF 市场竞争对手多样化，不仅包括专业 PDF 厂商，如 Adobe、Nitro 等，还包括办公软件厂商，如金山。竞争对手主要有 Adobe、Nitro、Kofax 以及万兴科技、金山办公。

图表14： PDF 厂商

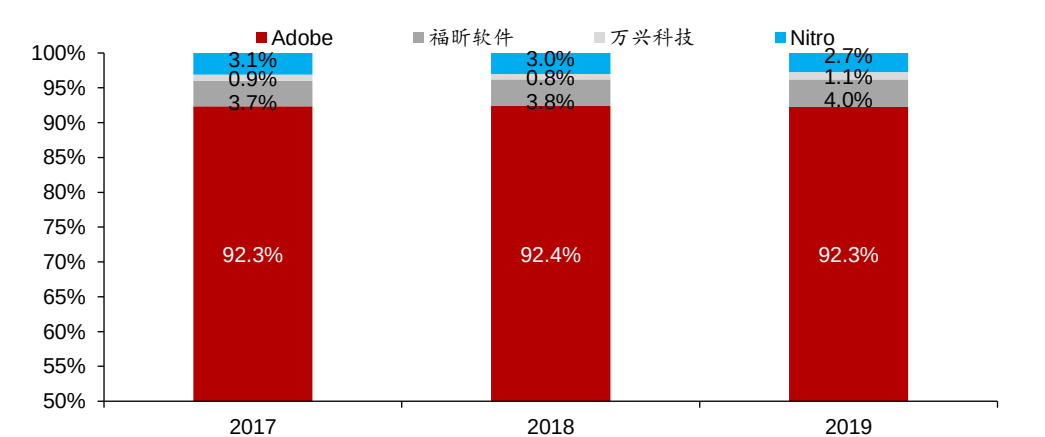
	PDF行业龙头，早在1993年开始对PDF格式进行研究并推出了最早的PDF阅读器产品，如今通过Document Cloud 提供 PDF 文档管理软件系列，涵盖 PDF 文档创建、管理、数字签名
	成立于 1997 年，2019 年 12 月在澳大利亚证券交易所上市，主要从事 PDF 文档处理、电子签名、文档解决方案，主要产品包括 NitroPro、Nitro Cloud、Nitro Analytics 等
	成立于2003年，2009年起产品线开始覆盖文档编辑领域，拥有数字文档类软件产品，主要包括 PDF 编辑器PDFelement、PDF 转换工具PDFConverter 等
	2019 年 Kofax 收购了 Nuance 的图形图像产品部门，主要产品为 PowerPDF，该产品提供文档影像解决方案，包括多功能扫描、PDF 及文件自动化操作管理等服务
	旗下有金山PDF产品，此外公司持有数科网维股份，该公司专注于版式技术研究和信息化应用，是版式文档处理产品和技术服务提供商。

备注：提及公司：Adobe (ADBE US, 无评级)、Nitro (NTO AU, 无评级)、Kofax (KFX US, 无评级)、万兴科技 (300624 CH, 无评级)、金山办公 (688111 CH, 无评级)

资料来源：华泰证券研究所

Adobe 为绝对龙头，福昕有优势。从收入看，Adobe 为 PDF 市场绝对的龙头，福昕有优势。2019 年 Adobe document Cloud 收入为 12.25 亿美元，处于绝对领先的地位，且市场份额较为稳定。福昕 2019 年收入为 3.69 亿人民币，较 Adobe 仍有较大差距，但领先于 Nitro、万兴科技等竞争对手。动态角度看，近年来福昕软件的全球市场份额逐渐上升，从 2017 年的 3.7% 上升至 2019 年的 4%。

图表15： 按收入计算市场份额



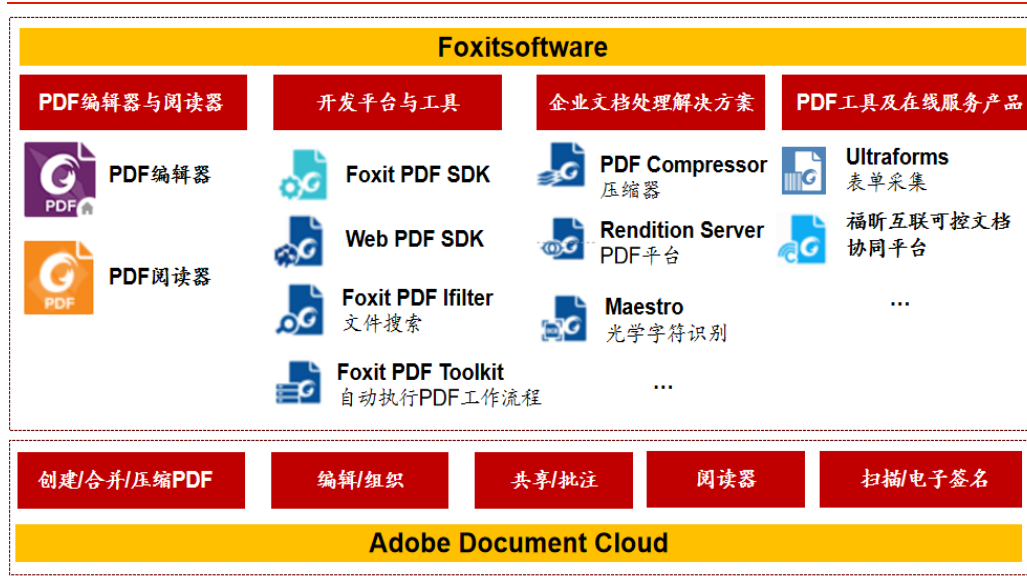
资料来源：Wind，华泰证券研究所

短期关注与 Adobe 的竞争

福昕软件差异化具有特色，编辑器产品具有性价比优势

Adobe 产品线较全，福昕软件在产品差异化方面独具特色。福昕构建了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及自动化解决方案等服务在内的产品体系，实现了从免费到定制化产品，再到标准化产品的转型。Adobe 产品涉及 PDF 文档的创建、管理、阅读、共享、签名等流程，而福昕软件的互联 PDF 则展现出鲜明的产品多元化特征。

图表16：福昕和 Adobe 产品体系对比



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

编辑器产品上福昕有性价比优势。福昕 PDF 编辑器在 OCR、电子签名、PDF DRM 等功能方面能提供较好的支持，并且支持多种符合 ISO 标准的 PDF 格式，在价格方面，相较于与功能类似的 adobe acrobat、Nitro Pro，福昕 PDF 编辑器价格较低，具有性价比优势。

图表17：编辑器产品

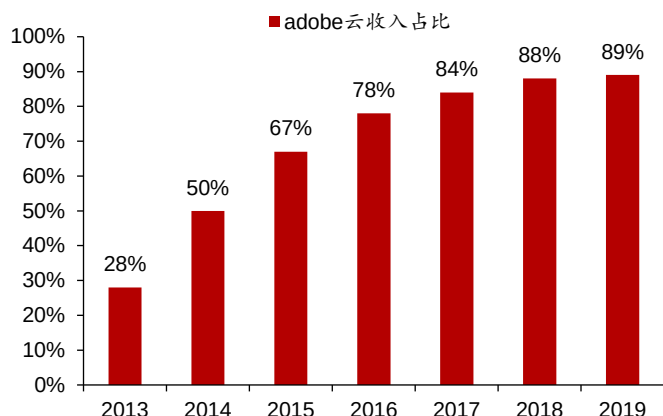
	价格	平台	OCR	电子签名	PDF DRM	符合 iso 标准
adobe acrobat	\$299-499	Win/Mac/Android/ios	✓	✓	✓	PDF/A; PDF/E; PDF/X
Foxit PhantomPDF Editor	\$99-130	Win/mac	✓	✓	✓	PDF/A; PDF/E; PDF/X
Nitro Pro	\$160	Win	✓	✓	✓	PDF/A; PDF/E; PDF/X
Adobe Illustrator	\$20-\$50/MO	Win/Mac	×	×	×	-
PDF Expert	\$80	mac/ios	✓	✓	✓	-
PDF-Xchange Editor Plus	\$50+		-	-	-	-
PDF Reader Pro	\$60		-	-	-	-
Nuance Power PDF Advanced	\$150	win	✓	×	✓	PDF/A; PDF/E; PDF/X

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

替代 Adobe 的四大可能性

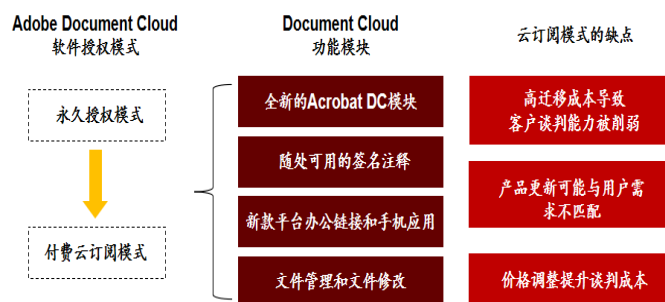
替代可能性一：Adobe 激进推广订阅模式带来机遇。Adobe 激进推广订阅模式，福昕云转型相对温和。Adobe 自 2012 年起开始转型云订阅模式，而目前福昕软件的收入来源仍以永久授权模式为主，订阅模式为辅，云转型较为温和。云模式与用户捆绑提升客户转换成本：云模式下客户在付费期间只能获得软件产品的使用权，但无法获得永久授权，并且数据存储于云端有较高的转换成本，激进推进云模式可能导致客户谈判力削弱等问题，不利于客户关系维系，Adobe 激进推进云模式为福昕创造机遇。

图表18: Adobe 云收入占比



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

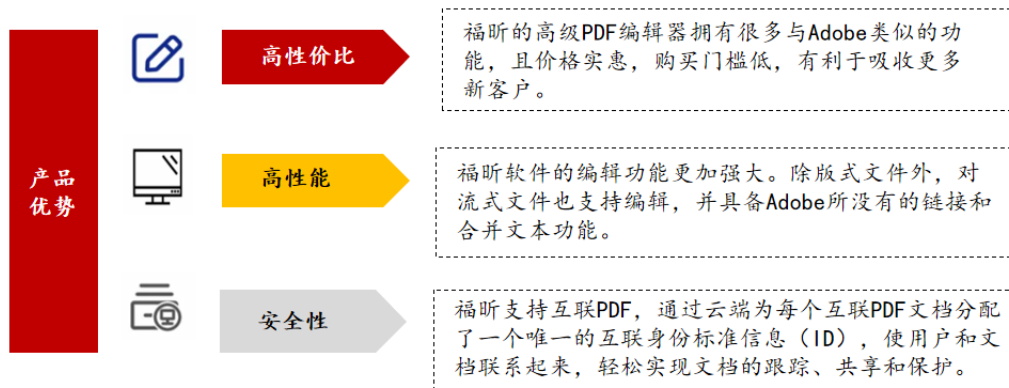
图表19: 云订阅模式



资料来源: Adobe 年报, 华泰证券研究所

替代可能性二: 福昕产品不断优化, 形成差异化优势。福昕产品与 Adobe 产品功能接近, 能够实现替代: 从产品功能看, 福昕构建了包括 PDF 产品套件、SDK 开发工具及自动化解决方案等服务在内的产品体系, 实现了从免费到定制化产品, 再到标准化产品的转型, 产品功能与 Adobe 类似, 基本能够实现产品的替代。后起之秀差异化特征显著, 互联 PDF 拉动基础产品销售。Adobe 作为全球最大的 PDF 电子文档软件产品提供商, 具有较高的市场占有率。最早进入市场, 积累了大量的资金和技术优势。而福昕软件在发展过程中积极发掘自身的差异化优势, 产品的高性价比、高性能等特征吸引力一大批消费者, 尤其在 PDF 产品中融入互联 PDF 功能, 有助于增强公司产品的差异化特色, 对基础产品的销售产生积极作用。

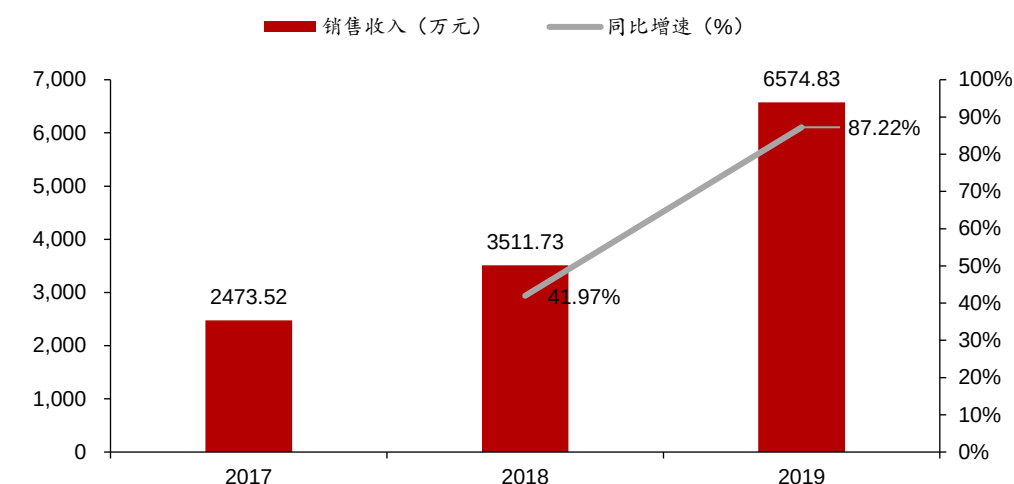
图表20: 福昕产品优势



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

替代可能性三: 福昕全球渠道建设不断推进。Adobe 凭借先发优势在全球市场率先建立龙头地位, 但福昕多年的差异化战略帮助其在全球范围内建立了成熟稳定的客户群体。公司客户覆盖全球 200 余个国家和地区; 主要客户包括戴尔、加拿大共享服务局、亚马逊、微软等国际知名企业以及机构; 同时近年来积极开拓国内市场。2017 至 2019 年, 海外大型客户销售收入 CAGR 超过 50%。

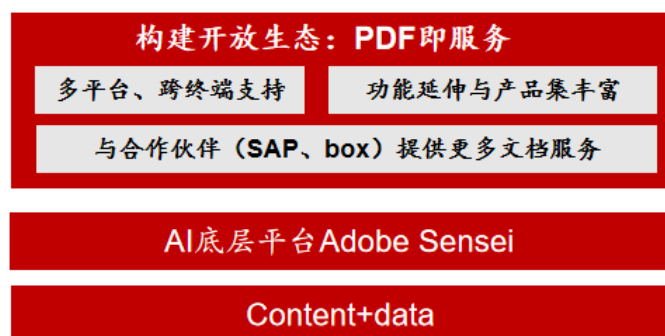
图表21： 2017-2019 年福昕软件海外大型客户销售收入及增速



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

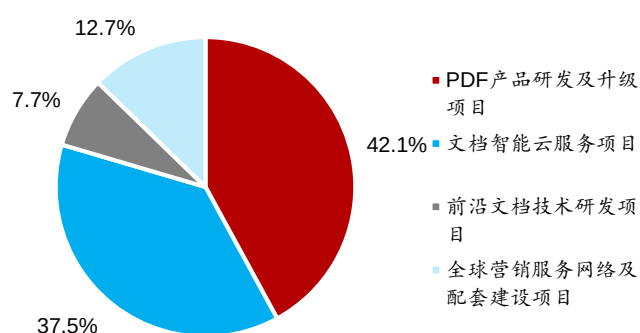
替代可能性四：Adobe 战略转移。福昕继续深耕 2C 端业务，加大技术研发投入以提高核心竞争力。伴随全球 SaaS 市场规模的快速扩大，公司加速产品的升级进程，并借助 AI 技术研发文档智能化云服务，增加产品及服务内容。未来可能逐渐向订阅服务模式转型，但由于其产品较高的性价比和特色产品互联 PDF 的高安全性，用户体量将稳中有升，有望成为具有国际影响力的民族品牌。根据 Adobe 官网，Adobe 发展路径向 2B 端转移，在坚持“平台+应用”产品布局的基础上借助 AI 赋能创意营销，提高用户的工作化效率与产品智能水平。公司将基于 AI 平台对产品功能延伸、多平台、跨终端的适配以及文档服务等领域进行开放性生态建设，吸引长期、稳定、高净值的客户群体。而福昕有望填补 C 端空缺，成为面向个体的 PDF 服务龙头企业。

图表22： Adobe DC 未来发展路径



资料来源：Adobe 官网，华泰证券研究所

图表23： 福昕软件募投项目分布情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

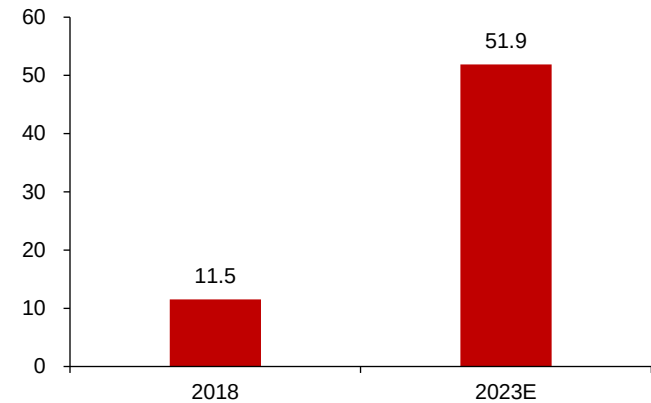
中期关注产品线延伸

数字签名

数字签名行业成长空间大，电商、教育等行业需求推动电子签名行业成长

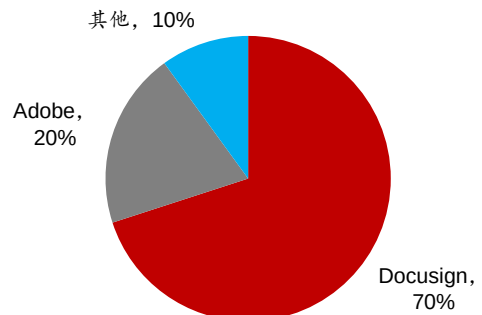
数字签名行业成长空间大，DocuSign 占据绝对龙头地位。2018 年全球数字签名市场规模为 11.5 亿美元，第三方机构 Markets and Markets 预计 2023 年将达到 51.9 亿美元，2018-2023 年的复合增长率为 35.2%。2018 年全球数字签名市场渗透率较低，约为 10%，仍处于早期阶段，未来成长空间大。目前在全球数字签名市场，DocuSign 处于绝对龙头地位，占市占率高达 70%，剩余的份额由 Adobe 等企业占据。

图表24： 全球数字签名市场规模（亿美元）



资料来源：Markets and Markets，华泰证券研究所

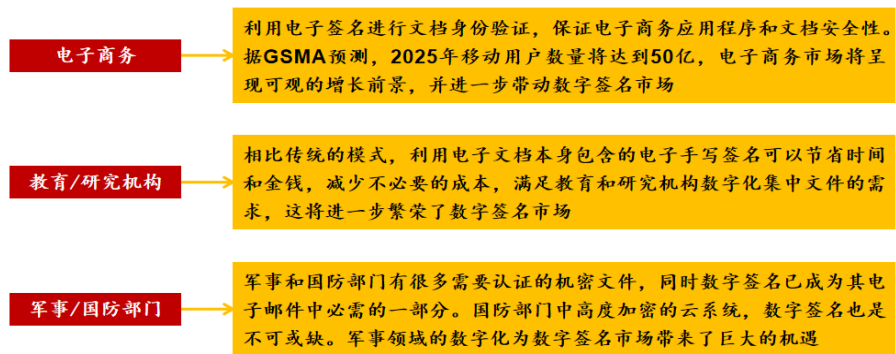
图表25： 2019 年全球数字签名市场份额



资料来源：Gartner，华泰证券研究所

多因素推动数字签名行业发展。数字签名市场增长动力包括电子商务的增长、教育和研究机构的需求、军事与国防方面的需求。（1）电子商务：通过数字签名进行文档身份验证使电子商务更具安全性，电子商务市场正不断增长，势必推动数字签名行业发展。（2）教育和研究机构：数字签名可以节约其时间与成本。（3）军事和国防部门：有很多机密报告和其他需要认证的文件，数字签名已经成为该领域电子邮件中必不可少的一部分。

图表26： 数字签名行业发展机遇

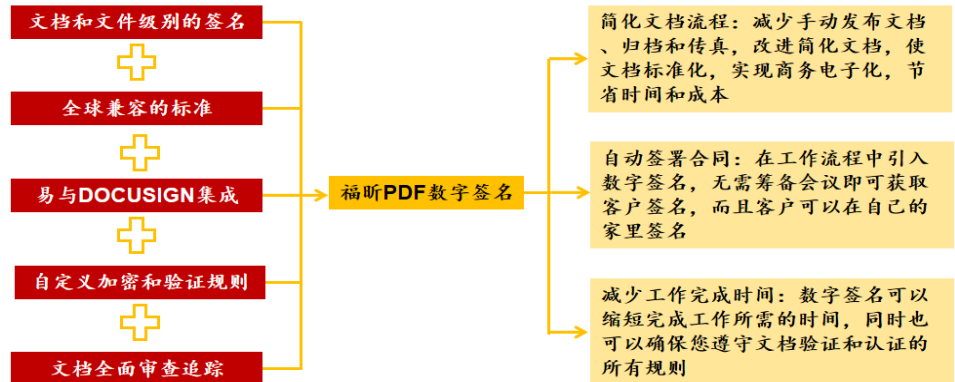


资料来源：华泰证券研究所

福昕数字签名产品提供完整 API，提升文档管理效率

福昕 PDF 数字签名产品提供完整的 API。允许利用数字证书在 PDF 文件中添加数字签名。此外，利用 PSI（压力感应触控模块）技术、使用触控笔或手写笔签署文档。福昕数字签名包含文档和文件级别的签名、全球兼容的标准、易与 DOCUSIGN 集成、自定义加密和验证规则和文档全面审查追踪等元素，可以用于简化文档流程、自动签署合同和减少工作完成时间。

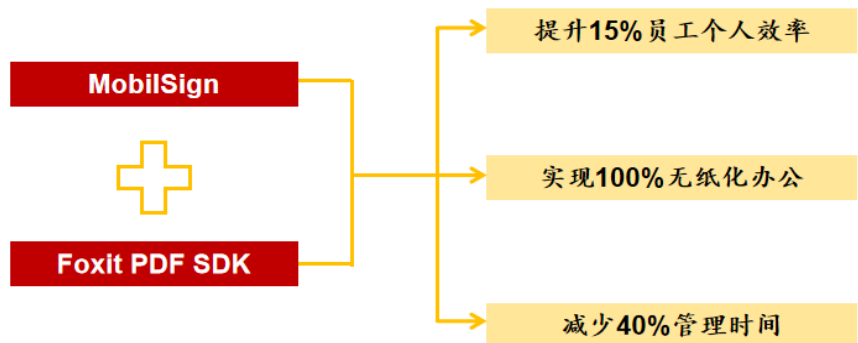
图表27： 福昕 PDF 数字签名产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

MobilSign 利用 Foxit PDF SDK 的数字签名功能实现在 Android / iOS / Windows 平台上创建生物特征签名。MobilSign 通过使用数字签名减少签名打印需求。MobilSign 允许用户在平板电脑或移动设备上查看和签署合同，客户只需要生物特征技术而无需打印文件。MobilSign 采用无纸化文档管理，引入数字解决方案，使得更多的公司实现无纸化。根据福昕软件官网，MobilSign 提升 15% 员工个人效率、实现 100% 无纸化办公、减少 40% 管理时间。

图表28： 福昕 PDF 数字签名产品客户案例——MobilSign

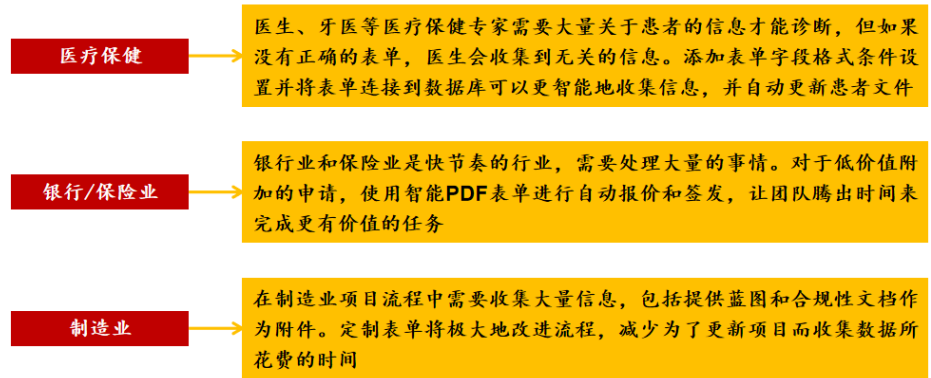


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

PDF 表单

医疗、金融等行业需求推动 PDF 表单行业发展。PDF 表单市场增长动力包括医疗保健、银行和保险业、制造业等领域的需求增长。首先，PDF 表单能满足医疗保健领域对于安全地获取患者数据的需求。其次，在银行业和保险业，可以利用 PDF 表单进行自动签发报价和申请。最后，在制造业中，定制表单可以改善信息收集效率，推进项目工作流程。此外，世界各地的顶级保险公司不约而同的采用了 PDF 技术管理文档，在内部应用和面向客户的应用程序中收集、存储和保护信息。PDF 技术可以在较大程度上确保公司和客户个人信息的安全，可以对抗安全漏洞。

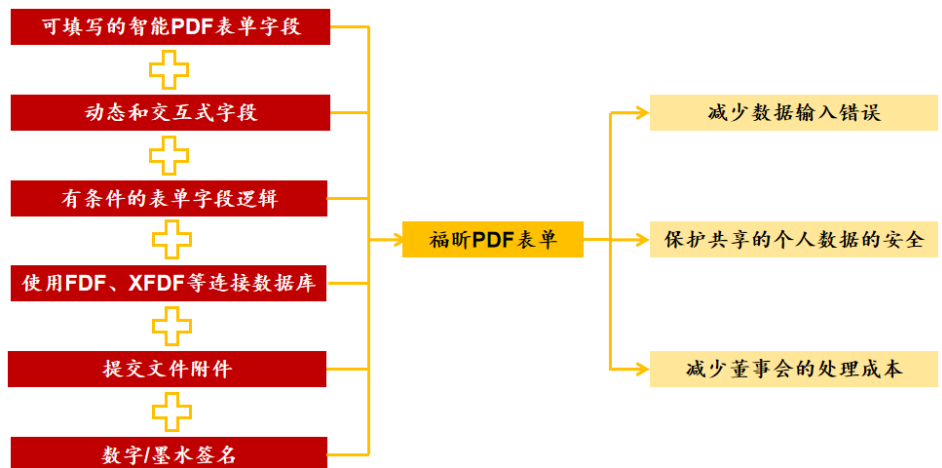
图表29： PDF 表单需求



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

福昕智能 PDF 表单可以动态显示/隐藏字段、添加条件逻辑、创建交互元素等，而通过编程即可实现创建、编辑或填写 PDF 表单（AcroForm 和 XFA）。通过导入和导出 FDF（表单数据格式）文件，实现自动填写表单，从而减少数据输入错误、保护共享的个人数据的安全、减少董事会的处理成本。

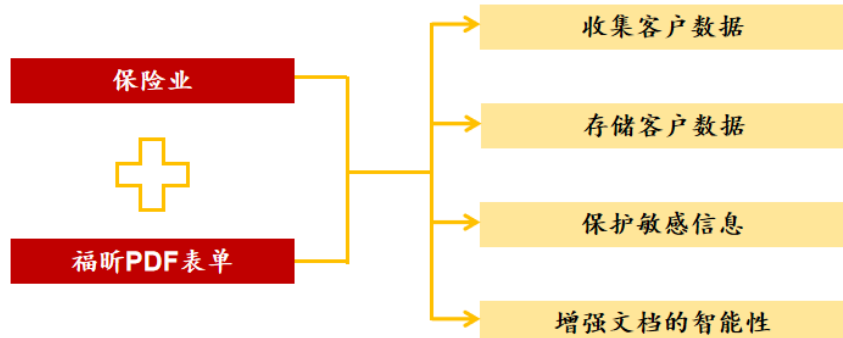
图表30： 福昕智能 PDF 表单



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

福昕的 PDF 技术支持将表单数据导入到数据库中，从而减少创建新账户或更新旧账户所需的人工工作量。福昕 PDF 表单可以用于收集客户数据、存储客户数据、保护敏感信息、增强文档的智能性。

图表31： 福昕智能 PDF 表单在保险行业应用

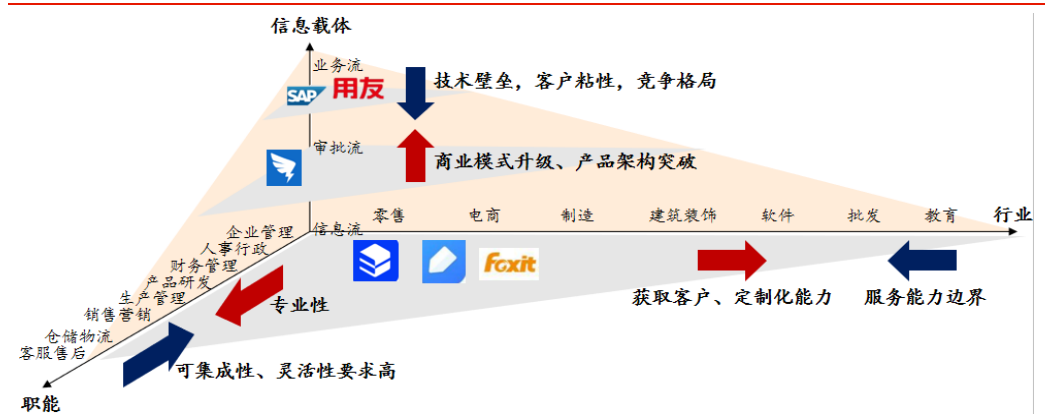


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

长期：从 ToC 到 ToB，TAM（可触达空间）进一步抬升 积极拓展行业客户，TAM 或不断抬升

福昕以 PDF 方案能力为核心，积极拓展行业客户。从产品类型看，福昕的产品以 PDF 为核心信息载体，提供 PDF 的创建、编辑、转换、签名、加密以及 PDF 相关产品的开发等功能。通过此类功能提供了信息流层面的服务，并能够为审批提供技术支持。从市场拓展方向看，与钉钉、金山文档类似，福昕在行业客户方面不断拓展行业客户，目前正积极向政府、教育等行业客户拓展。

图表32： 福昕发展方向



资料来源：公司招股书、华泰证券研究所

政务市场依托安全性优势，有望通过互联 PDF 切入

政务市场重视安全性，福昕有望通过互联 PDF 切入。以钉钉为例，钉钉通过“政务钉钉”产品，提供了政务人员通讯录，线上反馈、汇报等功能。该产品已通过公安部信息等保三级认证，目前正在浙江省展开应用，贯穿省市县乡村组 6 个层级，覆盖 123 万工作人员。安全的信息服务是开拓政务市场的关键。福昕产品能够满足的是政府企业分发文件过程中防泄露的问题，福昕互联可控文档协同平台提供了权限控制，权限管理的功能，有助于打开政务市场。

图表33： 政务钉钉功能

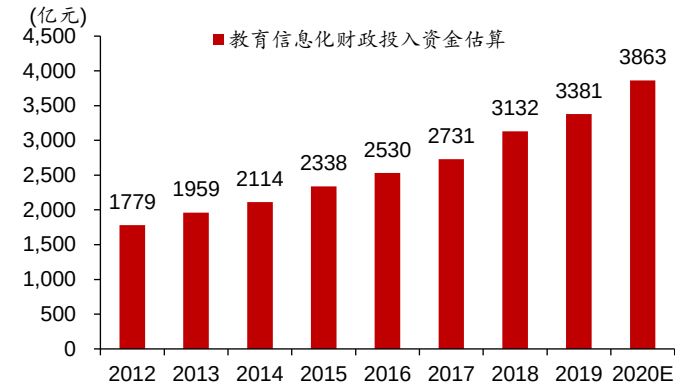


资料来源：钉钉官网，华泰证券研究所

教育市场依托八大核心能力，获知名院校选择

教育信息化市场规模达千亿级。教育信息化市场需求增长，财政投入稳步上升。据中国产业信息网估算，我国 2020 年教育信息化财政投入资金达 3863 亿元，2012-2020CAGR 为 10%。办公服务厂商率先布局，以钉钉为例，钉钉面对 K12、高等教育阶段推出了不同的信息化产品，助力教育信息化建设，并且已经取得一定成果，与浙大共建的“浙大钉”已成功上线运行。

图表34： 教育信息化财政投入资金估算



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表35： 钉钉教育信息化产品



资料来源：钉钉官网，华泰证券研究所

教育市场上，福昕拥有八大核心能力，成为多个知名院校选择。福昕通过积极与国内知名院校展开合作，推广其 PDF 产品在教育行业的应用，如向中科大、南开、厦大捐赠 PDF 套件（Foxit PhantomPDF），通过给教育用户折扣，推动教育市场推广。从教育产品功能看，福昕教育市场产品围绕与 PDF 相关的八大核心功能，提供了面对教育场景的多种应用。

图表36： 福昕八大核心功能的应用

功能	具体内容
简化工作流程	用基于 PDF 的电子文档工作流程（申请、审阅、签名等）
永久保存资料	将纸质文档转换为 PDF 文档，以标准的文档归档格式进行归档存储
在线显示文档	校园网集成 PDF 文档在线查看功能，提供一体化的文档方案
节约批卷改作业时间	使用 PDF 表单收集作业试卷，导出所有学生的作业、答卷到 csv 文档中，用 excel 进行智能批改、打分，实现智能批改、分析学生作业试卷
快速搜索扫描件内容	将扫描的教科书、论文等内容转换为可搜索的 PDF 文档，快速查找相关信息
轻松丰富电子教案	在 PDF 电子教案中加入 office 文档内容、视频、音频，纸质教材扫描件
标识要点、增强理解与记忆	在文中添加多种标识，比如各种颜色的高亮，下划线等
导出文献中的重要内容进行分析	高亮文献中的重要信息，导出到文本文档中，进行深入分析、研究
快速检索多文档内容	搜索多份论文的全文和笔记内容，快速找到您想要的知识点。
快速捕捉外语论文的内容	将整个 PDF 文档转成 HTML 或者 Word，在线翻译成中文，快速捕捉要点
保护知识产权，防止重要信息泄露、使用 PDF 保护功能，避免文档被无关人士查看、篡改、复制和重复使用。	
被篡改	
优化校务办公流程	通过 PDF 表单来采集各种信息，例如招生，老师、学生外出访问申请等等
易存储、易提取师生数据	将学生、老师填写的信息内容转换为条形码，更易存储和提取。

资料来源：公司招股书、华泰证券研究所

盈利预测

收入成本预测

PDF 编辑器与阅读器:2017-2019 年,公司 PDF 编辑器与阅读器收入增速分别达到 31%、42%、56%,增速逐年递增,我们认为这是由于公司产品在轻量化、性价比等方面的优势体现得越来越明显。随着公司产品不断向 B/G 端渗透,我们预计 2020-2022 年 PDF 编辑器与阅读器收入增速分别为 45%、40%、35%。

开发平台与工具:2017-2019 年,业务收入增长率分别为-5%、-3%、-31%,公司开发工具产品经过前期投入,已在亚马逊、微软等平台上得到应用,我们认为,该项业务有望进入增长期。我们预计 2020-2022 年业务增速分别为 10%、15%、20%;

企业文档自动化解决方案:2017-2019 年增长率分别为 140%、27%、-2%。随着公司智 OCR、AI 等技术与产品成熟度不断提升,推广企业文档解决方案业务或成为公司向 B/G 端拓展的重要手段,故我们预计业务收入增速有望逐年提升,2020-2022 年增速分别为 10%、15%、20%;

PDF 工具及在线服务:2017-2019 年增长率分别为 18%、10%、57%。公司产品云化起步较为扎实,虽然目前基数较低,我们认为,由于线上办公需求增长有望加快,协同文档等功能的快速应用,有望促进公司服务收入快速增长,预计 2020-2022 年增速分别为 120%、100%、80%;

图表37: 福昕软件业务收入预测(百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PDF 编辑器与阅读器	98.93	129.81	184.02	286.27	415.09	581.13	784.52
增速(%)		31.22%	41.76%	55.56%	45.00%	40.00%	35.00%
开发平台与工具	61.02	58.00	56.12	38.89	42.78	49.20	59.04
增速(%)		-4.95%	-3.25%	-30.70%	10.00%	15.00%	20.00%
企业文档自动化解决方案	10.98	26.34	33.37	32.71	35.98	41.38	49.65
增速(%)		140.02%	26.65%	-1.97%	10.00%	15.00%	20.00%
PDF 工具及在线服务	5.22	6.13	6.72	10.54	23.19	46.39	83.49
增速(%)		17.55%	9.60%	56.81%	120.00%	100.00%	80.00%
合计	176.63	220.66	280.89	368.95	517.64	718.74	977.43
增速(%)		25.34%	24.92%	27.30%	31.35%	40.30%	38.85%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

毛利率预测

PDF 编辑器与阅读器:2017-2019 年,PDF 编辑器与阅读器毛利率分别为 94.2%、95.3%、96.5%,公司 PDF 产品标准化程度较高,可复制性强,故毛利率会随着收入规模扩大而有所提升,我们预计 2020-2022 年业务毛利率略有提升: 97.0%、97.2%、97.4%;

开发平台与工具:2017-2019 年,业务毛利率分别为 92.0%、95.4%、92.9%,随着公司 SDK 趋于成熟,配套第三方产品相对固定,我们预计 2020-2022 年开发平台与工具毛利率有望保持稳定: 93%、93%、93%;

企业文档自动化解决方案:2017-2019 年,业务毛利率分别为 84.8%、82.7%、85.4%,由于公司自动化平台有望逐步复用,预计 2020-2022 年毛利率稳中有升: 85.0%、85.5%、86.0%。

PDF 工具及在线服务:2017-2019 年,业务毛利率分别为 71.8%、79.4%、87.8%。随着协同平台扩张,预计 2020-2022 年业务毛利率持续提升,分别为 88%、89%、90%;

图表38： 福昕软件毛利率预测（%）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PDF 编辑器与阅读器	89.94%	94.23%	95.33%	96.51%	97.00%	97.20%	97.40%
开发平台与工具	93.13%	92.05%	95.43%	92.87%	93.00%	93.00%	93.00%
企业文档自动化解决方案	84.01%	84.78%	82.71%	85.44%	85.00%	85.50%	86.00%
PDF 工具及在线服务	72.64%	71.82%	79.37%	87.77%	88.00%	89.00%	90.00%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

费用率假设

伴随公司逐步加速拓展 B 端客户，我们预计营业费用将持续增长，结合今年疫情对于销售活动减少，20-22 年营业费用率分别为 35.0%、36.0%、37.0%。管理费用率方面，规模效应有望体现，我们预期 20-22 年管理费用率分别为 15.0%、14.0%、13.0%。研发费用方面，考虑到产品与功能的迭代要求，我们预期 2020-2022 年公司研发费用逐步提升：16%、16.5%、17%。

图表39： 福昕软件费用率预测（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用率	35.03%	38.94%	39.95%	35.00%	36.00%	37.00%
管理费用率	17.80%	18.02%	17.13%	15.00%	14.00%	13.00%
研发费用率	21.86%	19.76%	15.36%	16.00%	16.50%	17.00%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

目标价 390.5 元，首次覆盖给予“增持”评级

综上，并结合 2020 上半年公司归母净利润 0.62 亿元，同比增长 278.26%，我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.32/1.90/2.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.75/3.95/5.33 元。采取 PEG 估值，我们选取与公司业务相类似的金山办公、广联达与万兴科技作为可比公司，参考可比公司估值，20 年 Wind 一致预期 PEG 均值为 2.78 倍，给予公司 20 年 2.78 倍 PEG，对应目标价 390.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表40： 可比公司估值表

股票代码	股票简称	评级	9 月 14 日		EPS (元)				PE (倍)				PEG
			目标价	股价 (元)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
688111	CH 金山办公	无评级	-	305.17	0.87	1.69	2.57	3.55	351	181	119	86	3.02
002410	CH 广联达	增持	79.04 元	138.22	1.61	0.88	1.15	1.59	86	158	120	87	3.47
300624	CH 万兴科技	无评级	-	66.96	0.66	0.98	1.29	1.71	101	68	52	39	1.84
可比公司平均值									179	136	97	71	2.78

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所；可比公司评级与目标价来自华泰证券研究所，EPS 来自 Wind 一致预期

风险提示

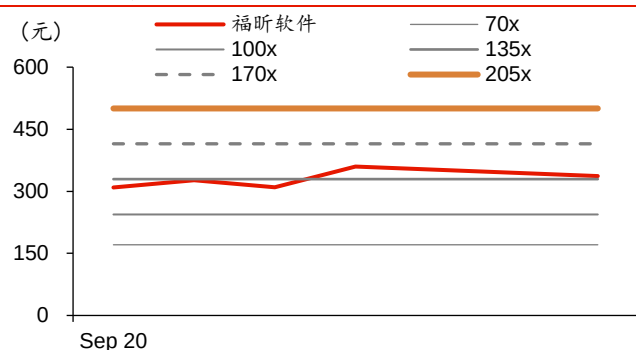
PDF 发展不及预期：公司主要收入来源于 PDF 领域，若电子文档领域出现替代性产品，将对公司收入产生较大负面影响；

市场竞争风险：公司在海内外面临 Adobe 与 WPS 的双重竞争，若市场竞争格局加剧，公司业务将面临较大风险；

中美关系进一步恶化：公司海外收入占比较高，若美国商务部对公司采取技术或商务上的限制措施，将对公司业务造成较大影响。

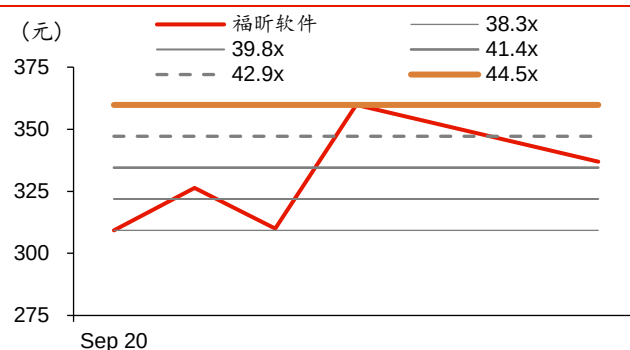
PE/PB - Bands

图表41：福昕软件历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42：福昕软件历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	171.87	232.21	356.00	542.02	742.00
现金	88.24	116.48	163.42	353.68	457.03
应收账款	49.29	44.09	104.65	97.61	174.25
其他应收账款	7.36	2.25	13.35	8.21	20.43
预付账款	8.50	13.48	17.04	25.20	32.44
存货	0.03	0.00	0.04	0.01	0.06
其他流动资产	18.46	55.90	57.49	57.32	57.79
非流动资产	205.36	232.10	263.61	299.38	339.30
长期投资	22.40	33.06	41.16	49.46	58.40
固定资产投资	42.97	44.90	66.97	93.98	126.78
无形资产	30.09	25.72	24.97	23.23	20.79
其他非流动资产	109.90	128.42	130.51	132.71	133.33
资产总计	377.23	464.30	619.60	841.40	1,081
流动负债	93.94	120.53	140.71	169.39	148.16
短期借款	0.00	0.00	47.22	0.00	0.00
应付账款	2.02	0.79	3.93	1.83	5.45
其他流动负债	91.91	119.75	89.56	167.56	142.71
非流动负债	10.94	10.99	10.69	10.23	9.64
长期借款	5.55	5.48	5.07	4.69	4.08
其他非流动负债	5.38	5.52	5.62	5.54	5.56
负债合计	104.87	131.53	151.40	179.62	157.80
少数股东权益	2.77	5.16	8.32	11.80	16.76
股本	36.10	36.10	36.10	36.10	36.10
资本公积	150.13	150.63	150.63	150.63	150.63
留存公积	84.35	140.80	276.23	469.81	731.54
归属母公司股东权益	269.58	327.61	459.88	649.98	906.74
负债和股东权益	377.23	464.30	619.60	841.40	1,081

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	70.29	114.15	45.78	285.10	155.12
净利润	39.23	75.31	135.42	193.58	261.73
折旧摊销	8.80	8.72	8.46	11.23	14.43
财务费用	1.71	4.00	5.19	1.04	(2.22)
投资损失	(0.41)	(2.52)	3.50	0.11	0.17
营运资金变动	12.93	26.55	(104.42)	80.87	(116.53)
其他经营现金	8.03	2.07	(2.39)	(1.73)	(2.46)
投资活动现金	(0.65)	(70.35)	(41.74)	(46.36)	(53.60)
资本支出	5.80	8.10	31.65	38.98	45.32
长期投资	12.37	(62.49)	(8.10)	(8.31)	(8.94)
其他投资现金	(7.21)	0.24	(1.99)	0.92	0.65
筹资活动现金	(37.80)	(18.65)	(4.32)	(1.26)	1.83
短期借款	0.00	0.00	47.22	(47.22)	0.00
长期借款	0.11	(0.08)	(0.41)	(0.38)	(0.61)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.10	0.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(38.01)	(19.07)	(51.13)	46.34	2.44
现金净增加额	33.98	26.11	(0.28)	237.48	103.35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	280.89	368.95	517.64	718.74	977.43
营业成本	18.58	19.10	23.93	31.15	40.19
营业税金及附加	1.47	1.47	2.26	3.21	4.41
营业费用	109.39	147.38	181.17	258.75	361.65
管理费用	50.61	63.22	77.65	100.62	127.07
财务费用	1.71	4.00	5.19	1.04	(2.22)
资产减值损失	(5.03)	(4.79)	(6.96)	(10.09)	(13.36)
公允价值变动收益	(0.89)	(1.09)	(0.30)	(0.38)	(0.67)
投资净收益	0.41	2.52	(3.50)	(0.11)	(0.17)
营业利润	48.16	80.60	144.61	208.57	284.06
营业外收入	1.66	7.89	12.00	15.00	18.00
营业外支出	2.23	0.65	0.95	1.06	1.22
利润总额	47.59	87.84	155.66	222.51	300.83
所得税	8.35	12.53	20.24	28.93	39.11
净利润	39.23	75.31	135.42	193.58	261.73
少数股东损益	0.74	1.18	3.16	3.48	4.97
归属母公司净利润	38.49	74.14	132.27	190.10	256.76
EBITDA	54.11	93.43	161.55	227.59	303.27
EPS (元, 基本)	0.80	1.54	2.75	3.95	5.33

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	27.30	31.35	40.30	38.85	35.99
营业利润	38.51	67.36	79.42	44.23	36.19
归属母公司净利润	49.89	92.62	78.41	43.73	35.06
获利能力 (%)					
毛利率	93.39	94.82	95.38	95.67	95.89
净利率	13.97	20.41	26.16	26.93	26.78
ROE	14.40	22.63	28.92	29.25	28.34
ROIC	24.36	59.00	53.61	97.77	74.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.80	28.33	24.44	21.35	14.59
净负债比率 (%)	(29.27)	(32.62)	(22.94)	(52.15)	(48.60)
流动比率	1.83	1.93	2.53	3.20	5.01
速动比率	1.54	1.69	2.30	2.96	4.68
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.88	0.96	0.98	1.02
应收账款周转率	5.96	7.90	6.96	7.11	7.19
应付账款周转率	7.27	13.60	10.14	10.81	11.05
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.54	2.75	3.95	5.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.37	0.95	5.92	3.22
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.81	9.55	13.50	18.84
估值比率					
PE (倍)	421.39	218.77	122.62	85.31	63.17
PB (倍)	60.16	49.50	35.27	24.95	17.89
EV_EBITDA (倍)	223.35	128.63	74.42	51.79	38.54

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、郭雅丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

